

**2025 年股指期货策略展望：**

## 甘霖泽润，曙光破晓

### 摘要：

展望 2025 年，预计稳增长政策将带动国内经济逐步企稳回升。消费端，以旧换新政策推进与地产、资本市场企稳修复，提振居民消费信心与意愿。投资端，新一轮化债政策将为基建投资提供坚实的资金保障，房地产在政策引导下库存去化加快，销售、投资降幅有望收窄。出口端，预计将面临外部贸易保护主义压力，新兴市场拓展与创新驱动优化结构可能对冲部分不利影响，出口仍将具备一定增长潜力。

金融市场方面，“适度宽松”的货币政策将为市场注入更多流动性，利率水平有望进一步下行，降低企业融资成本，刺激实体经济融资需求。前期出台的长期资金入市支持政策效应将进一步显现，增量资金有望进一步入市。随着海外逐步开启降息周期，全球资金的配置格局将发生变化，而 A 股基本面企稳向好，在全球资产配置中的吸引力将进一步增大，外资有望加速流入。

基差方面，在稳增长平稳过渡的市场环境下，我们预计期指升贴水仍在分红季节性影响的框架中，阶段性跟随行情波动。随着成分股分红进程的推进，上半年基差贴水幅度预计扩大，而下半年期指基差运行中枢将会上升。另外，由于雪球等结构化产品多头套保需求的下降，与中性产品的继续发行，后续期指基差可能整体相对略低。

### 交易策略：

2025 年 A 股有望整体呈现出震荡中向上修复的特征。在贴水环境下，通过持有股指期货多头头寸替代现货进行配置，具有资金利用率高、交易成本低、市场容量大、操作灵活等优势，超额收益主要来源于基差贴水回归和现金管理收益。

风格方面，国内宏观流动性维持宽松，预计 2025 年 IC、IM 仍整体相对占优。后续等待国内基本面企稳回升态势得到进一步确认，市场情绪回暖后，增量资金状况有望逐步改善，或将转为大盘股行情，IH、IF 相对走强。

### 风险提示：

经济与政策环境超预期、基差波动风险等。

## 股指期货年报

**作者：孟庆姝**

期货交易咨询从业信息：Z0021553

期货从业信息：F03108218

邮箱：mengqingshu@csc.com.cn

电话：021-50620025

发布日期：2024 年 12 月 16 日

## 目录

一、	股指行情回顾.....	3
1、	年初至 5 月下旬：流动性危机与政策托底.....	3
2、	5 月下旬至 9 月下旬：基本面验证与外部扰动交织.....	4
3、	9 月下旬至 12 月：政策利好集中释放，A 股迎来反弹.....	4
二、	宏观基本面分析.....	4
（一）	经济增长.....	4
1、	出口：出口延续增长态势, 预计 2025 年将面临外部压力挑战.....	4
2、	消费：着力扩内需，消费品以旧换新政策效果有望进一步显现.....	5
3、	投资：新一轮化债与房地产增量政策或缓解投资放缓压力.....	7
（二）	流动性：适度宽松政策支持实体融资需求回暖.....	8
（三）	基本面展望：强基建扩内需，政策加力托举经济基本面企稳向好.....	9
三、	指数基本面分析.....	10
（一）	企业盈利：三季度全 A 归母净利润同比增速转正.....	10
（二）	资金面：政策效应逐渐显现，增量资金有望进一步入市.....	11
1、	资金供给：股票类基金募集回升，杠杆资金情绪快速回暖.....	11
2、	资金需求：A 股 IPO 数量与募资规模双降，股东净减持额大幅上升.....	13
（三）	估值：风险溢价较高，相对债券具有估值优势.....	15
（四）	股指行情展望：政策利好与资金情绪共振或支持 A 股展开估值修复.....	16
四、	股指期货基差与套保分析.....	17
（一）	股指期货基差分析.....	17
（二）	股指期货套保需求.....	18
（三）	对冲策略表现.....	22
五、	2025 年股指期货策略展望.....	25

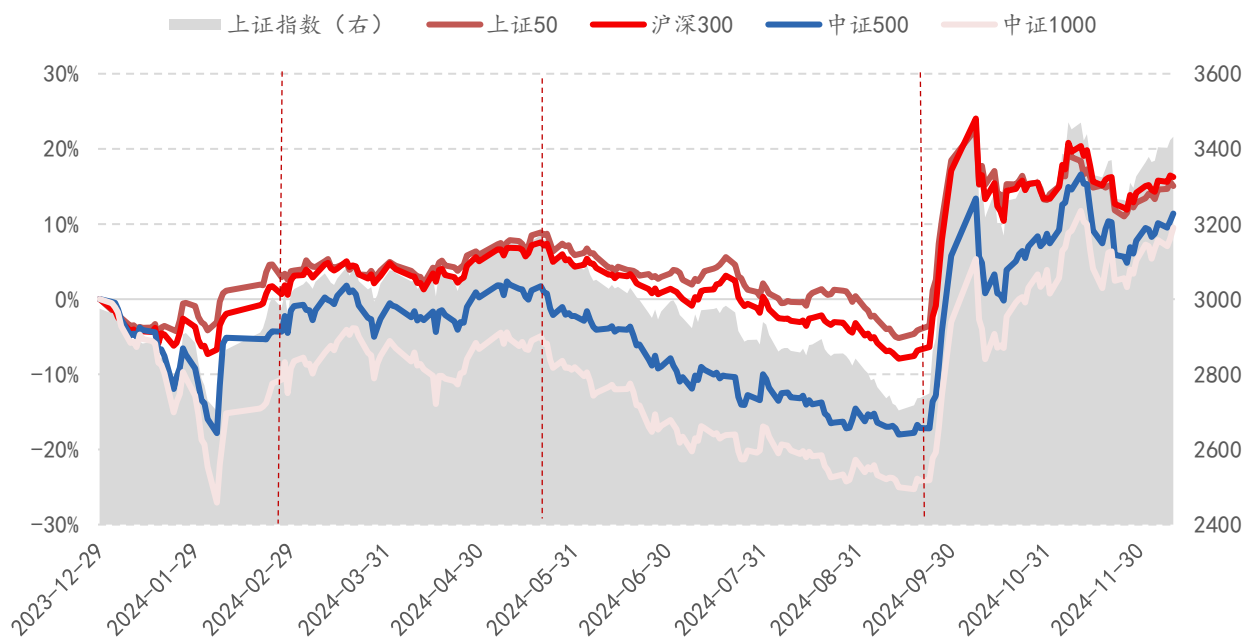
## 图表目录

图表 1：2024 年 A 股指数涨跌幅.....	3
图表 2：中国出口增速与全球制造业 PMI（%）.....	5
图表 3：前 11 个月中国向不同地区出口增速（%）.....	5
图表 4：社会消费品零售总额同比增速（%）.....	6
图表 5：居民杠杆率与购房贷款余额增速（%）.....	6
图表 6：固定资产投资增速累计同比（%）.....	7
图表 7：新增专项债发行额（亿元）.....	7
图表 8：房地产新开工、竣工、销售面积.....	8
图表 9：国内 30 大中城市商品房成交面积.....	8

图表 10: M1 同比大幅下降 .....	9
图表 11: 人民币贷款成为社融主要拖累项.....	9
图表 12: A 股宽基指数营收增速 (%) .....	10
图表 13: 全部 A 股归母净利润增速 (%) .....	10
图表 14: 股票型基金发行份额 (亿份) .....	11
图表 15: 混合型基金发行份额 (亿份) .....	11
图表 16: A 股账户新增开户数 (万户) .....	11
图表 17: 新成立基金份额: 偏股型 (亿份) .....	11
图表 18: 沪深融资融券余额 (亿元) .....	12
图表 19: 融资融券占比 .....	12
图表 20: 北向资金流入净额 (亿元) .....	13
图表 21: 首发募集资金 (亿元) .....	14
图表 22: 增发募集资金 (亿元) .....	14
图表 23: 当月限售股解禁规模 (亿元) .....	14
图表 24: 重要股东净增持规模 (亿元) .....	14
图表 25: 指数市盈率 (TTM) .....	15
图表 26: 指数市净率 (LF) .....	15
图表 27: 股债性价比 (1/市盈率-10 年期国债收益率) 区间对应上证指数潜在上涨空间.....	16
图表 28: IH 当季连续合约年化基差率 (单位: %) .....	17
图表 29: IF 当季连续合约年化基差率 (单位: %) .....	17
图表 30: IC 当季连续合约年化基差率 (单位: %) .....	18
图表 31: IM 当季连续合约年化基差率 (单位: %) .....	18
图表 32: 公募基金股指期货持仓手数 (单位: 手) .....	19
图表 33: 公募基金股指期货持仓市值 (单位: 亿元) .....	19
图表 34: 持有股指期货的公募基金各类型基金产品数量 (单位: 只) .....	20
图表 35: 公募指增产品月度 Alpha 收益均值 (%) .....	21
图表 36: 私募指增产品月度 Alpha 收益均值 (%) .....	21
图表 37: 公募、私募股票中性策略指数.....	21
图表 38: 私募中性策略产品数量 .....	21
图表 39: IH 空头对冲策略绩效跟踪 .....	22
图表 40: IF 空头对冲策略绩效跟踪 .....	23
图表 41: IC 空头对冲策略绩效跟踪 .....	23
图表 42: IM 空头对冲策略绩效跟踪 .....	24

## 一、股指行情回顾

图表 1：2024 年 A 股指数涨跌幅



数据来源：Wind，中信建投期货

2024 年开年以来，A 股市场行情主要分为三个阶段：

### 1、年初至 5 月下旬：流动性危机与政策托底

1 月份，市场情绪低迷，流动性危机重创中小盘股。当月，受经济数据不佳、流动性紧张等因素影响，市场情绪降至冰点，沪指一度跌破 2700 点，中小盘股遭遇重挫。2 月份，政策呵护之下，市场情绪逐步修复。随着监管层推出多项举措，有效缓解了市场流动性压力，提振市场信心，沪指触底反弹，小盘股率先企稳。3 月到 5 月，板块轮动加快，市场交投活跃。在经济复苏预期和政策利好推动下，市场热点快速切换，权重股和小盘股交替上涨，市场迎来“深 V 反弹”。风格上，大市值、低估值板块在大部分时间占优，红利板块表现出色。

## 2、5月下旬至9月下旬：基本面验证与外部扰动交织

5月下旬至9月下旬，在经济和金融数据均不及预期的情况下，市场成交氛围冷清，股指再度承压。5月末地产政策落地后，房价未出现显著改善，基本面数据验证遇阻，A股进入震荡调整行情。市场成交缩量，沪指震荡下行，一度失守3000点。风格上，市场整体呈现偏弱态势，投资风格切换较快，各风格表现相对较为均衡，前期表现较好的高股息风格优势不再明显。

## 3、9月下旬至12月：政策利好集中释放，A股迎来反弹

国庆节前两周，政策利好催化市场情绪，A股出现大幅反弹，市场量能快速恢复。9月23日至9月27日，中国权益资产大幅上涨，A股主要宽基指数单周上涨10%以上。9月30日，临近国庆假期，A股延续放量上涨，主要指数单日涨幅超过8%，市场成交额超2.6万亿，沪指收复3300点。国庆后首个交易日，A股大幅高开随后涨幅收窄。随后的两个月，A股进入宽幅震荡区间。

# 二、宏观基本面分析

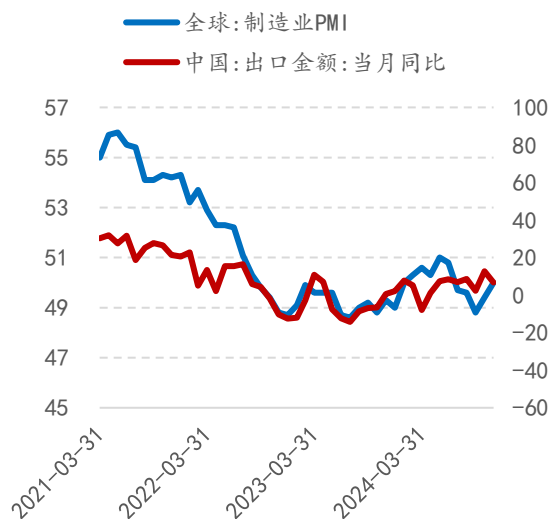
## （一）经济增长

### 1、出口：出口延续增长态势, 预计2025年将面临外部压力挑战

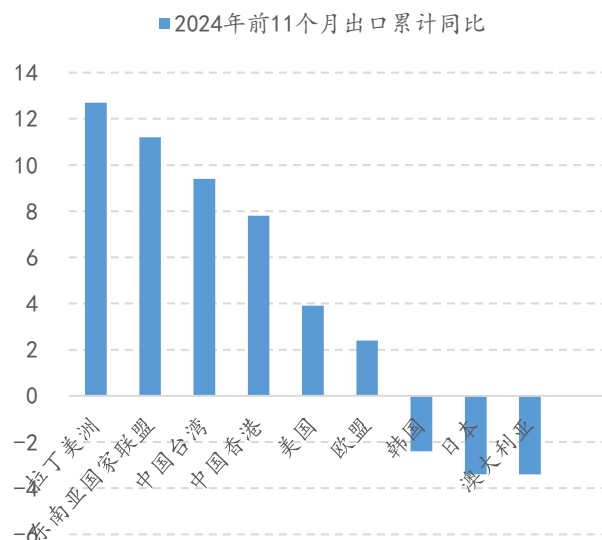
2024年，全球经济表现出一定韧性，在国际贸易稳步复苏的推动下，中国出口增长表现超预期。一方面原因在于海外经济软着陆，通胀总体呈下降趋势，促使多行业逐渐步入补库阶段。另一方面在于中国中高端产品在国际市场上的竞争力不断提升，在出口结构与出口地区方面均有新变化。

2024年前11个月，我国出口总值为3.24万亿美元，累计同比增长5.4%，增速较上年同期提升10.6个百分点。从出口地区来看，我国对东盟、拉丁美洲等新兴经济体的出口增速表现突出，分别达到11.2%和12.7%，明显高于对美国（3.9%）、欧盟（2.4%）等发达经济体的出口增速。从出口结构上看，高附加值的机电产品出口表现好于传统劳动密集型产品。其中，自动数据处理设备及其零部件、集成电路和汽车出口实现两位数增长。

图表 2：中国出口增速与全球制造业 PMI（%）



图表 3：前 11 个月中国向不同地区出口增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

2025 年，全球贸易环境或将迎来拐点，贸易保护主义可能再次加剧。特朗普在美国大选中胜出后，可能再次调整进口商品关税，特别是对中国进口商品征收更高关税，将对我国出口造成直接影响。与此同时，欧盟、加拿大此前对中国新能源汽车、半导体等领域产品加征关税的影响仍将持续存在，进一步加大了我国的出口压力。

然而，我们也应看到一些积极因素：1）新兴市场的拓展与增长。东盟作为我国的第一大贸易伙伴，其经济增长韧性与潜力为中国出口提供有力支持。今年前 11 个月，我国与东盟贸易总值增长 8.6%，占我国外贸总值的 15.8%。预计 2025 年，东盟六国（马来西亚、印度尼西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南）经济有望保持韧性增长，将继续稳固中国对东盟的出口规模。2）创新驱动优化出口结构。以创新提高贸易竞争优势，优化出口产品结构，是应对贸易保护主义的关键之举。随着我国自主创新的快速发展、高科技领域竞争优势不断加强，贸易发展新动能加快培育，我国出口产业结构已经在逐步转型升级，外贸基本盘将持续巩固。

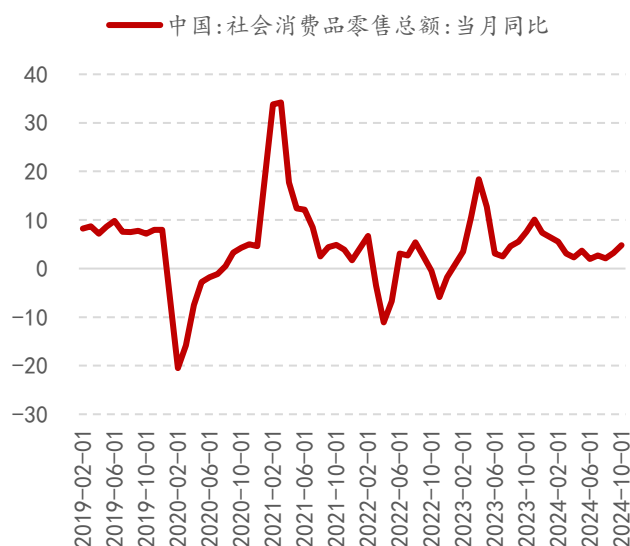
## 2、消费：着力扩内需，消费品以旧换新政策效果有望进一步显现

2024 年，国内消费整体偏弱。今年 1-10 月，社会消费品零售总额同比增长 3.5%，增速较上年同期下降了 3.4 个百分点，大部分种类的商品消费增长放缓。消费意愿不足的主要因素来自于房地产价

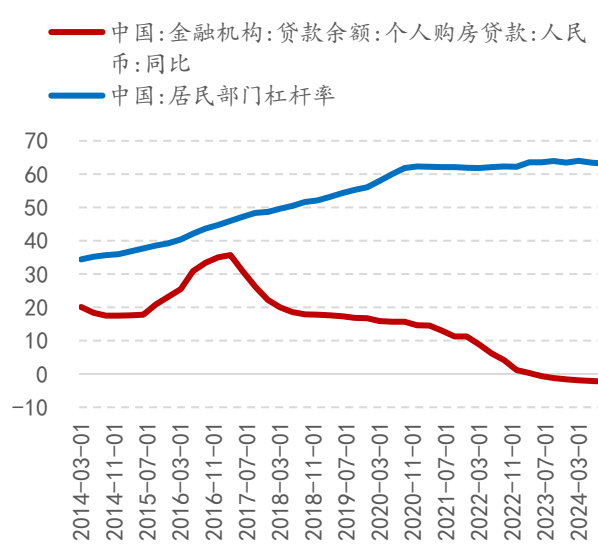


格调整、股市前三个季度整体承压，财富效应的降低影响社会整体预期和信心，居民倾向于将收入用于储蓄或提前还贷。

图表 4：社会消费品零售总额同比增速（%）



图表 5：居民杠杆率与购房贷款余额增速（%）



数据来源: Wind, 中信建投期货

今年以来,国家多次提及大力提振消费、提高投资效益,出台实施了扩大内需战略的一系列政策举措。如3月份以来推行的大规模设备更新和消费品以旧换新等消费专项政策,现阶段已经逐步取得成效。商务部最新数据显示,今年以来,消费品以旧换新政策整体带动相关产品销售额超1万亿元。截至12月13日零时,汽车以旧换新带动乘用车销售量超520万辆,其中报废更新超251万辆,置换更新超272万辆;家电以旧换新带动8大类产品销售量超4900万台;家装厨卫“焕新”带动相关产品销售超5100万件;电动自行车以旧换新带动新车销售近90万台。

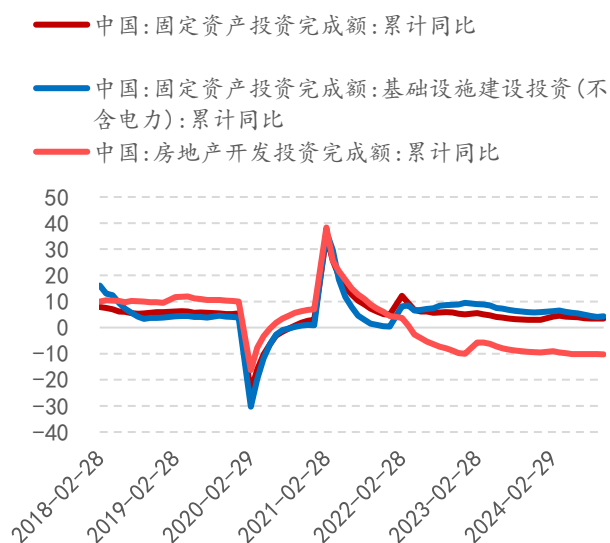
另外,12月中央政治局会议和中央经济工作会议再次提及“着力扩大国内需求”,预计消费品以旧换新政策将延续至2025年。叠加存量贷款利率下调,预计在房地产与股市逐步企稳修复后,社会预期将迎来渐进式的改善。居民消费潜力后续有望进一步释放,消费品以旧换新政策效果有望进一步显现,推动消费增速回升。

### 3、投资：新一轮化债与房地产增量政策或缓解投资放缓压力

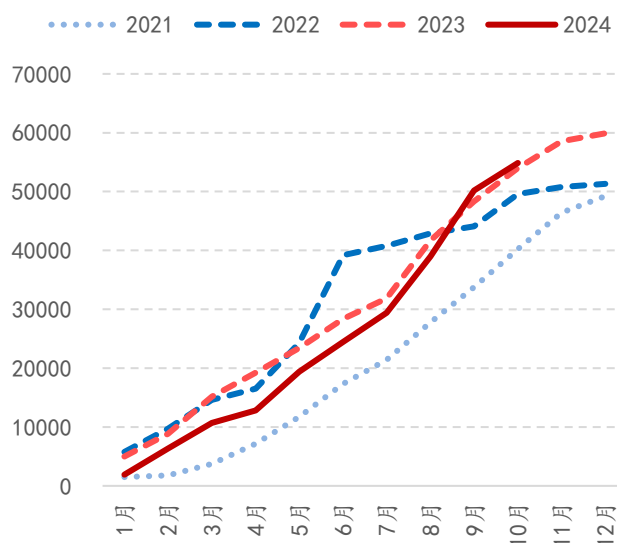
2024 年以来，固定资产投资增速总体呈放缓趋势，1-10 月同比增长 3.4%，较年初放缓 0.8 个百分点。1-10 月，基建投资同比增长 4.3%，较年初放缓 2 个百分点。1-10 月，房地产开发投资同比下降 10.3%，降幅较年初扩大 1.3 个百分点。

2024 年 11 月，财政部公布了增加地方政府债务限额置换存量隐性债务政策。从 2024 年开始，我国将增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分为三年实施；同时，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，两项政策累计直接增加地方化债资源 10 万亿元。2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。三项政策协同发力后，使得地方政府在 2028 年底之前需偿还的隐性债务规模减少 12 万亿元，地方化债压力将大大减轻，从而对新增基建投资形成支撑。

图表 6：固定资产投资增速累计同比（%）



图表 7：新增专项债发行额（亿元）



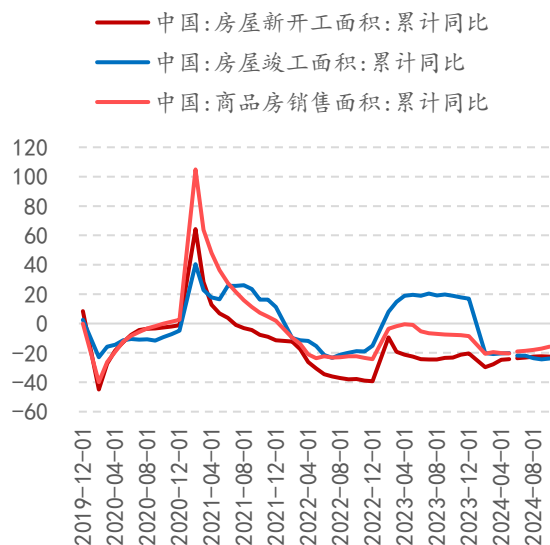
数据来源：Wind，中信建投期货

地产方面，在 5 月 17 日央行公布地产全面优化政策后，各地政策逐步放宽调整，上海放松购房要求、广深同日调整住房信贷政策，但相关板块冲高后开始回落，房地产行业接连下行，表现出利多出尽的态势。在 9 月 24 日新一轮地产优化政策发布后，全国范围内 30 大中城市商品房成交面积有明显改善，核心城市二手房交易量升温，刚需购房需求已在逐步释放。

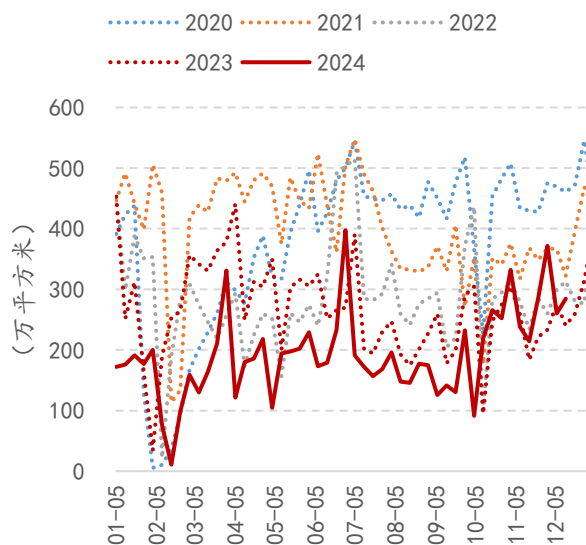


2025 年，房地产市场政策的进一步深化与调整将有助于加速房地产库存的去化，进而推动整个地产业链的企稳，后续重点关注 100 万套城中村和危旧房改造进展。在政策的托举之下，预计房地产投资和销售降幅有望收窄。

图表 8：房地产新开工、竣工、销售面积



图表 9：国内 30 大中城市商品房成交面积



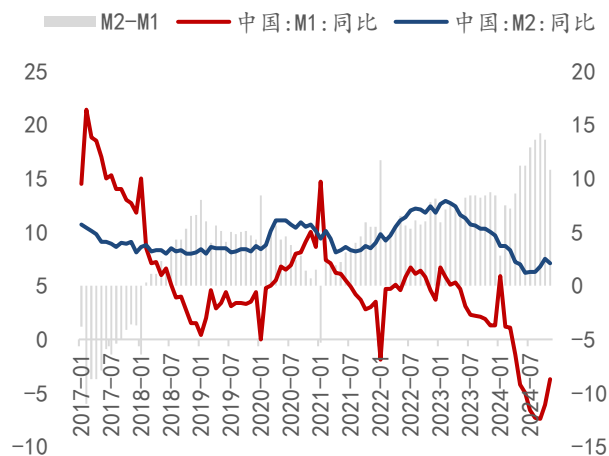
数据来源：Wind，中信建投期货

## （二）流动性：适度宽松政策支持实体融资需求回暖

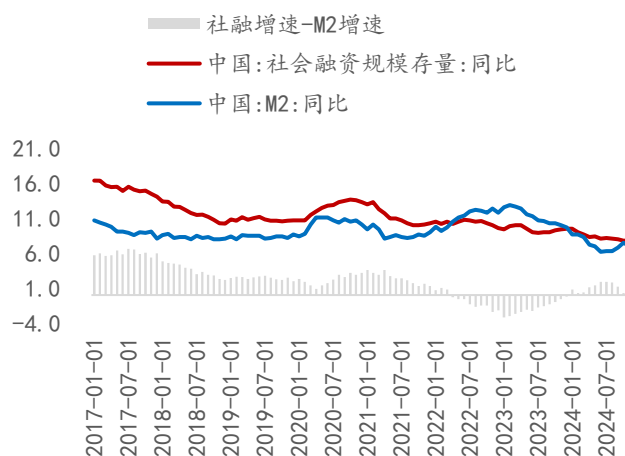
宏观流动性方面，2024 年 1-11 月，社会融资规模增量累计为 29.4 万亿元，比上年同期少增 4.24 万亿元。其中，前 11 个月新增人民币贷款 17.1 万亿元，同比少增 4.5 万亿元，成为社融主要拖累项。从结构上看，企业端与居民端贷款均同比少增并全面低于往年同期水平，同样表明实体经济有效需求不足，融资意愿偏弱。

11 月金融数据出现结构性好转。11 月末，广义货币（M2）余额 311.96 万亿元，同比增长 7.1%；狭义货币（M1）余额 65.09 万亿元，同比下降 3.7%，M2-M1 剪刀差有所收窄。分部门看，住户贷款增加 2.37 万亿元。在楼市回暖以及提前偿还房贷现象缓解背景下，11 月居民中长期贷款同比出现多增，居民短贷则同比大幅少增。

图表 10: M1 同比大幅下降



图表 11: 人民币贷款成为社融主要拖累项



数据来源: Wind, 中信建投期货

12月9日, 中央政治局会议落地。此次会议给出若干积极信号的表述, 引发市场高度关注。主要包括: 1) 实施更加积极有为的宏观政策; 2) 稳住楼市股市; 3) 实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策; 4) 大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求; 5) 加强超常规逆周期调节。在公布的利好政策之中, 市场较为关注“适度宽松的货币政策”这一表述。从2011年以来, 我国实施并持续了14年的“稳健”的货币基调, 而“适度宽松”表述在历年的政治局会议并不多见。本次公告确认了积极的货币政策, 表明2025年国内降息空间将进一步打开。随着宏观调控政策持续加码, 在适度宽松的货币政策、更加积极的财政政策的指引下, 经济将延续稳中向好态势, 市场主体资金需求意愿有望稳步回暖, 带动融资规模同步扩张。

### (三) 基本面展望：强基建扩内需，政策加力托举经济基本面企稳向好

展望2025年, 在一系列稳增长政策的推动下, 预计国内经济将逐步企稳回升。消费方面, 随着消费品以旧换新政策的深入推进以及房地产和股市的逐步企稳修复, 居民消费信心和意愿将得到提升。投资方面, 新一轮化债政策将为基建投资提供坚实的资金保障, 有望缓解投资放缓压力。房地产市场在政策的持续引导下, 库存去化进程将加快, 市场交易活跃度将逐步提升, 房地产投资和销售降幅有望持续收窄, 房地产产业链上下游相关产业如建筑、建材、家居等也将随之受益, 带动整体投资环境的改善。出口方面, 预计将面临贸易保护主义抬头带来的压力, 但通过积极开拓新兴市场以及持续的创新驱动, 出口结构有望进一步优化, 从而部分抵消关税增加等不利因素的影响, 出口贸易仍将具备

一定的增长潜力。金融市场方面，“适度宽松”的货币政策将为市场注入更多流动性，利率水平有望进一步下行，降低企业融资成本，刺激实体经济融资需求。在宏观经济企稳回升、企业盈利预期改善以及流动性宽松的多重利好支撑下，有望走出震荡上扬行情，市场活跃度和投资者信心将逐步恢复。

## 三、指数基本面分析

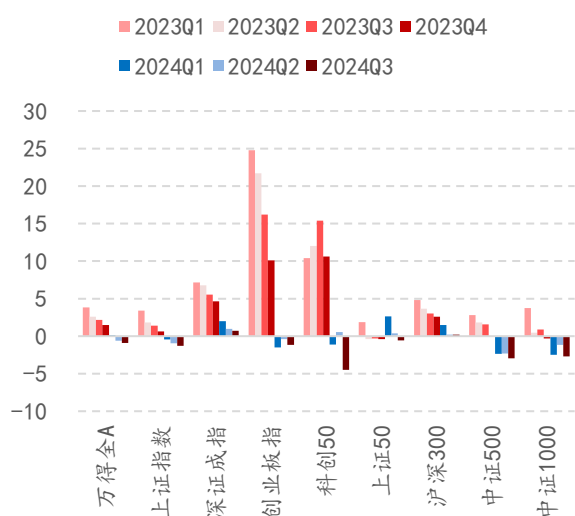
### （一）企业盈利：三季度全 A 归母净利润同比增速转正

2024 年前三季度，全 A/全 A 非金融上市公司营收合计为 52.5 万亿元/45.7 万亿元，同比下降 0.84%/下降 1.61%；实现归母净利润 4.4 万亿元/2.3 万亿元，同比下降 0.61%/下降 7.31%。2024Q3 全部 A 股归母净利润同比增速转正，单季度同比增长 4.57%，累计同比降幅收窄；全部 A 股非金融归母净利润同比延续下行，单季度同比降幅扩大至 10.3%。

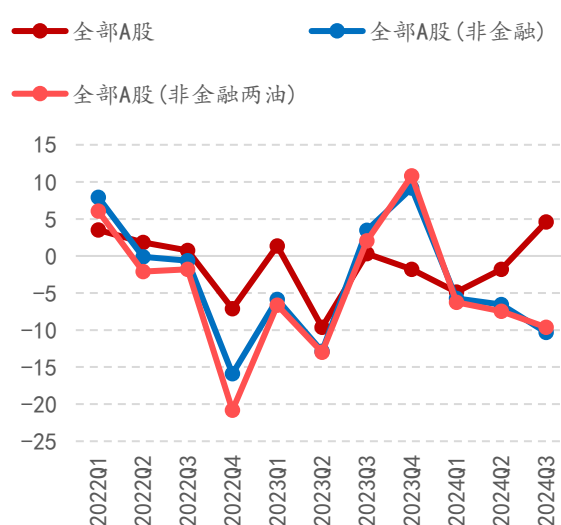
宽基指数维度，上证 50/沪深 300/中证 500/中证 1000 指数 2024 年前三季度营收累计同比增速分别为 9.01%/-0.65%/-5.64%/-0.49%，较 2024H1 分别变化-0.18/-0.23/0.72/-1.30 个百分点；前三季度归母净利润累计同比增速分别为 31.99%/4.88%/-8.49%/-1.15%，较 2024H1 分别变化 7.21/2.34/-0.10/0.65 个百分点。

2025 年，随着逆周期调节政策的力度加大与落地加速，预计对于国内经济基本面的企稳复苏效果将逐步显现，A 股营收端、利润端均有望迎来边际改善。

图表 12：A 股宽基指数营收增速（%）



图表 13：全部 A 股归母净利润增速（%）



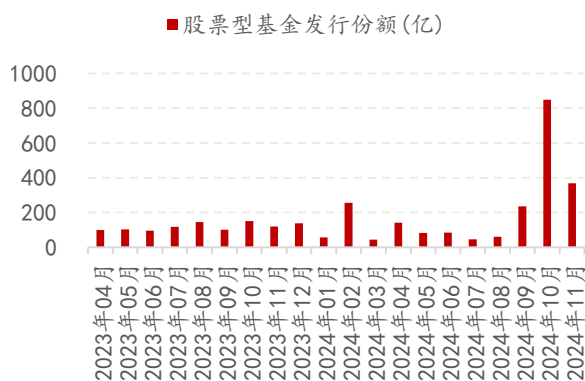
数据来源：Wind，中信建投期货

## (二) 资金面：政策效应逐渐显现，增量资金有望进一步入市

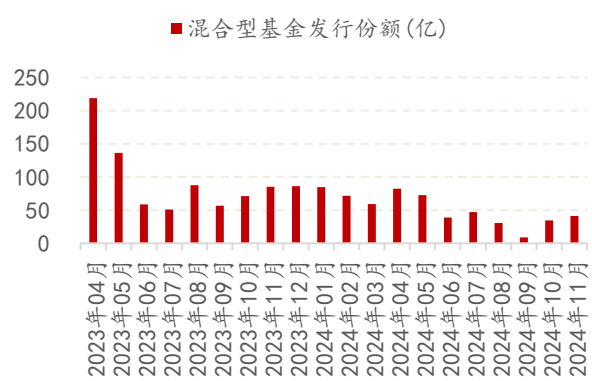
### 1、资金供给：股票类基金募集回升，杠杆资金情绪快速回暖

2024 年初，市场呈现出股票类基金发行偏缓的态势，彼时投资者更倾向于收益稳定、风险较低的货币和债券类基金。9 月份以来，上述趋势开始逆转，股票型基金发行明显提速，9 月、10 月和 11 月单月增长分别达到 236.0 亿份、849.0 亿份和 368.5 亿份，前 11 个月累计同比增长 76.6%。与此同时，个人投资者参与权益市场的意愿自 9 月末起显著上升，10 月份 A 股账户新增开户数达到 684.7 万户，创下近几年新高；11 月份，新增开户数为 269.8 万户，成为年内次高点，显示出个人投资者对 A 股市场的关注度和参与热情在不断攀升。

图表 14：股票型基金发行份额（亿份）

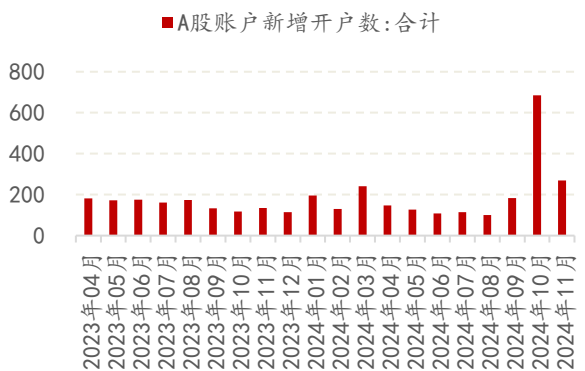


图表 15：混合型基金发行份额（亿份）

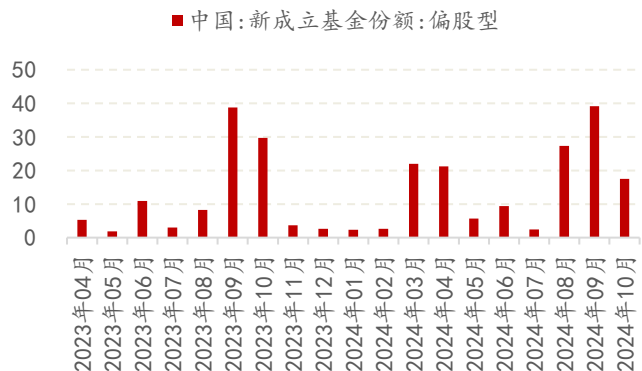


数据来源：Wind，中信建投期货

图表 16：A 股账户新增开户数（万户）



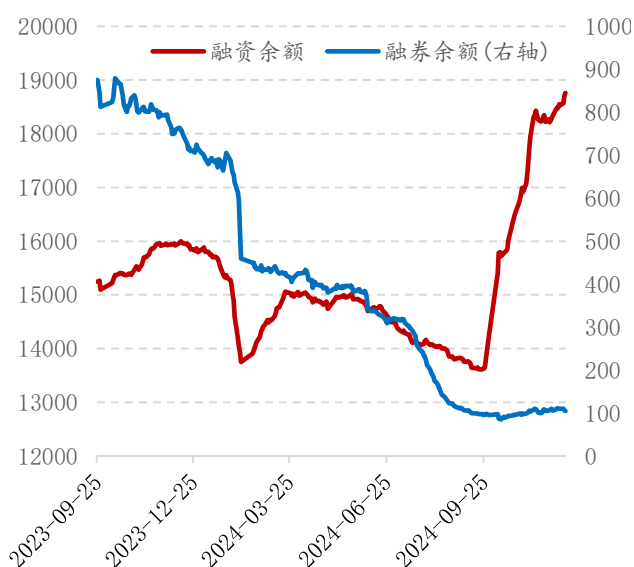
图表 17：新成立基金份额:偏股型（亿份）



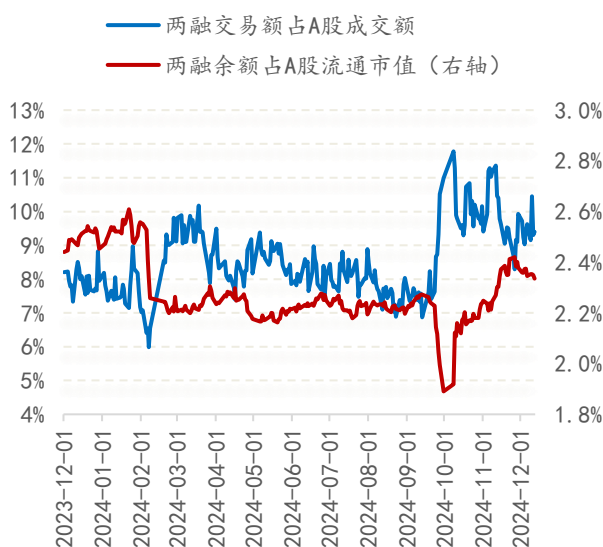
数据来源：Wind，中信建投期货

杠杆资金方面，去年 9 月融资保证金正式调降后，融资余额曾连续攀升；但从 23 年 12 月下旬开始，杠杆资金规模升至高位后进入震荡回落阶段，在今年 1 月下旬市场大幅波动中规模迅速收缩，随后又有所修复。9 月底以来，杠杆资金情绪快速回暖，融资余额形成一轮明显拉升，增量资金的入市进一步强化了与指数之间的正反馈机制。与之相对的是，在融资融券新规后，融券资金较为谨慎，融券余额不断下降，当前已从年初的 700 亿元降至 100 亿元附近，反映出市场多空力量的结构性调整。

图表 18：沪深融资融券余额（亿元）



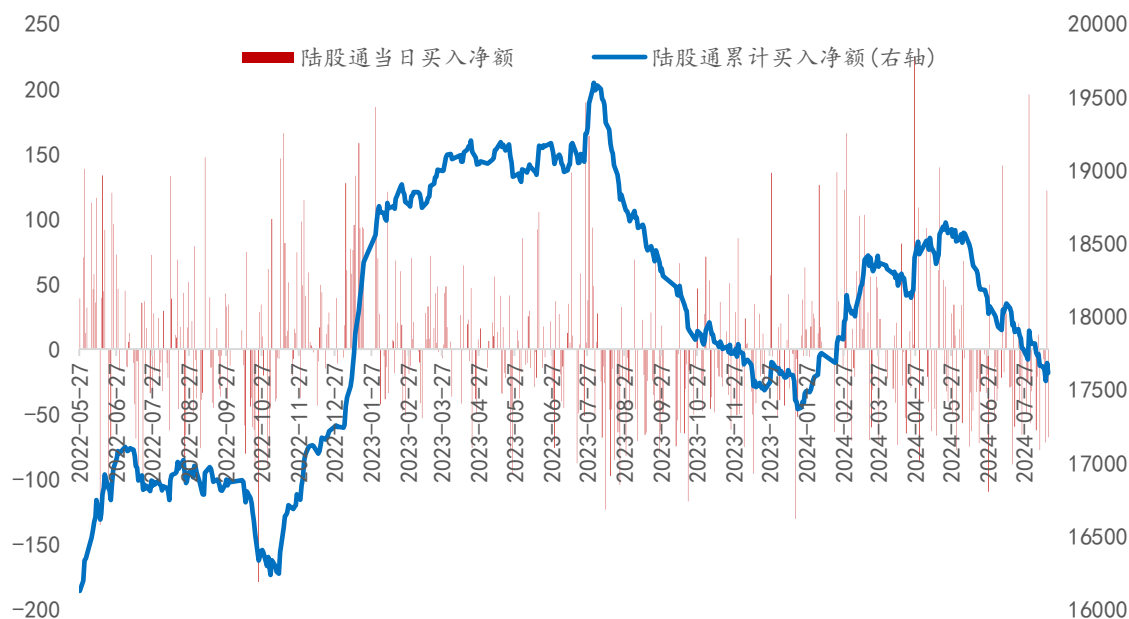
图表 19：融资融券占比



数据来源：Wind，中信建投期货

外资方面，北向资金流向在今年呈现出明显的阶段性特征。一季度北向资金净流入超过 680 亿元，主要集中在消费、科技和金融板块。二季度，由于股指市场整体表现不佳，外资转为净流出，单季度净流出金额近 300 亿元。三季度，8 月 16 日之后北向资金每日净买入数据暂停公布，根据北向资金季度公布的持股数据估算，三季度北向资金持续买入，使得今年以来净买入额大概率已转正。

图表 20：北向资金流入净额（亿元）



数据来源：Wind，中信建投期货

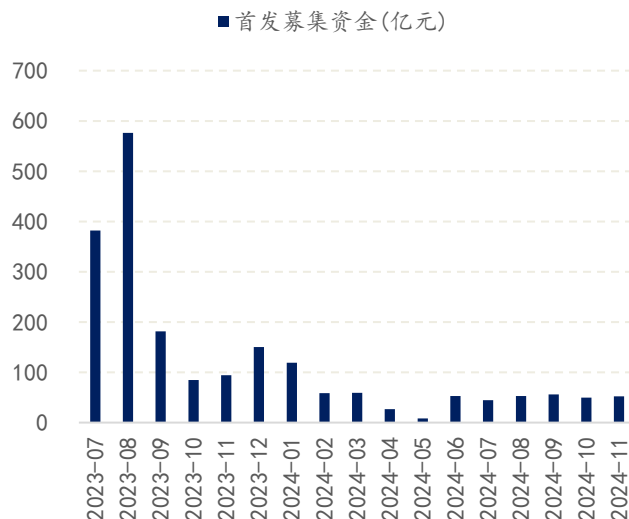
政策层面，2024 年多项政策出台助力资本市场发展。4 月 12 日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，即“新国九条”政策，进一步推动长期资金入市，有助于引导 A 股市场从短期投机转向长期投资，促进构建更加成熟和长久稳定的市场环境。9 月 24 日，央行行长潘功胜在国新办发布会上表示央行将创设 5000 亿证券基金保险互换便利和 3000 亿股票回购、增持专项再贷款。9 月 26 日，中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，努力提振资本市场。资本市场利好政策的密集落地为 A 股市场资金面的改善奠定了坚实基础。

## 2、资金需求：A 股 IPO 数量与募资规模双降，股东净减持额大幅上升

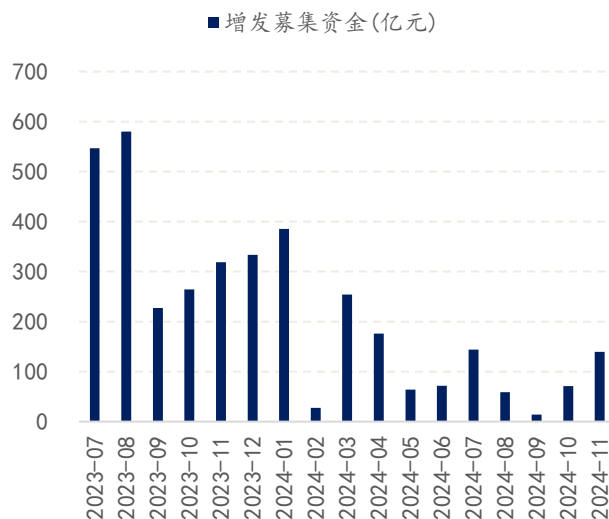
从资金需求来看，今年以来 A 股 IPO 数量大幅下滑，首发募集资金和增发募集资金规模显著下降。自 2023 年 8 月 28 日，资本市场推出政策“组合拳”以来，A 股供需结构逐渐优化，资金供需两端逐渐趋于平衡。不过，9 月 24 日以来市场行情整体上行，重要股东净减持额创年内新高。



图表 21: 首发募集资金 (亿元)

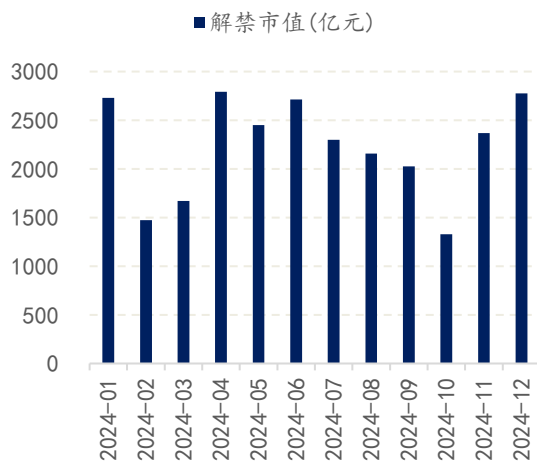


图表 22: 增发募集资金 (亿元)

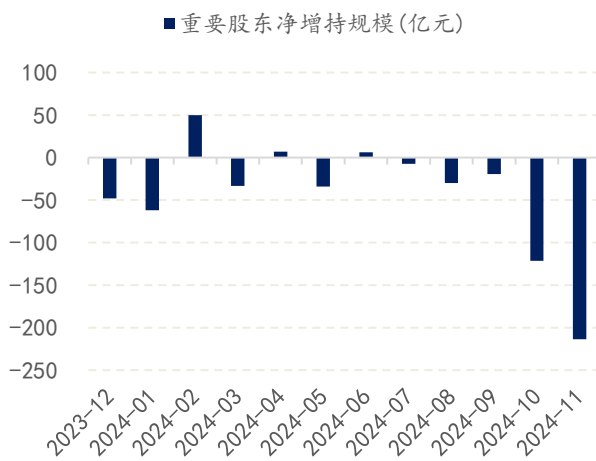


数据来源: Wind, 中信建投期货

图表 23: 当月限售股解禁规模 (亿元)



图表 24: 重要股东净增持规模 (亿元)

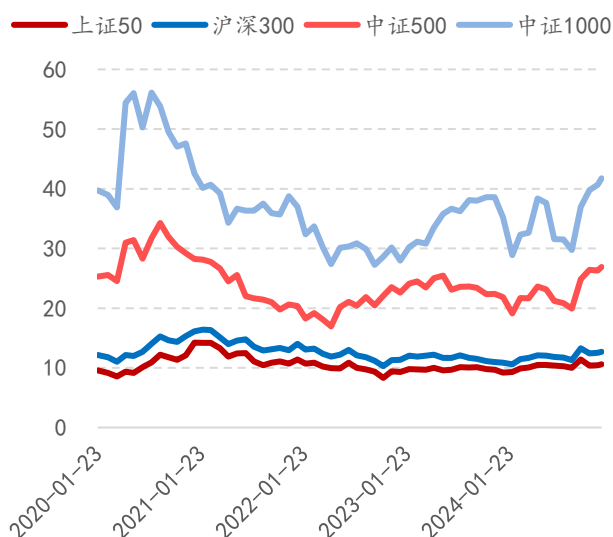


数据来源: Wind, 中信建投期货

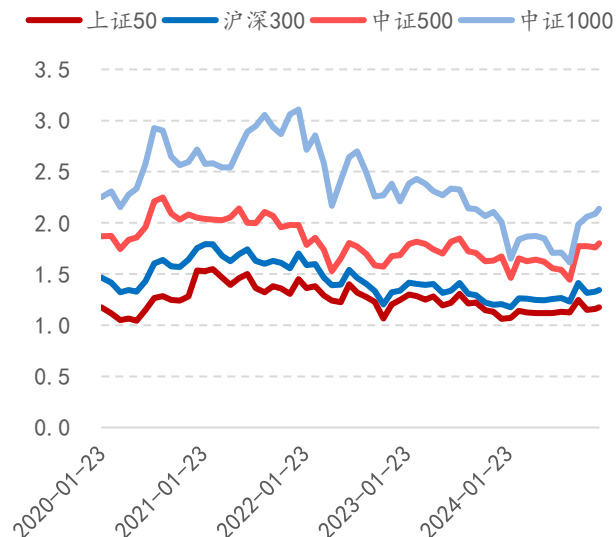
### （三）估值：风险溢价较高，相对债券具有估值优势

从 PE 来看，各指数估值较去年年末明显修复。截至到 12 月 13 日，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数市盈率(TTM)为 10.60、12.66、26.88、41.74，分别位于近 10 年以来的 61.57%、53.53%、56.67%、60.39%分位点。从 PB 来看，各指数估值处于历史较低水平。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数市净率(LF)为 1.18、1.34、1.80、2.14，分别位于近 10 年以来的 25.69%、20.39%、32.94%、20.2%分位点。

图表 25：指数市盈率（TTM）



图表 26：指数市净率（LF）



数据来源：Wind，中信建投期货

我们以上证指数为基准，测算了对于风险溢价、10 年期国债收益率的不同预期之下所对应的指数潜在上涨空间。从近 10 年各指数风险溢价上看，上证指数处于 76%分位水平，风险溢价率为 5.05%；上证 50、沪深 300 分别处于 80%与 86%分位水平，风险溢价率分别为 7.62%与 6.08%；中证 500、中证 1000 分别处于 78%与 85%分位水平，风险溢价率分别为 1.90%与 0.58%。9 月份以来市场的大幅上行，使得指数估值得到了明显修复，从风险溢价角度来看，目前指数性价比仍然相对较高，具有一定继续修复的潜力。

图表 27：股债性价比（1/市盈率-10 年期国债收益率）区间对应上证指数潜在上涨空间

预期风险溢价		预期 10 年期 国债收益率	对应市盈率	对应指数	潜在上涨空间
当前值	5.05%	1.82%	14.56	3391.88	0.00%
75%分位	5.02%	1.90%	14.45	3367.37	-0.72%
		1.80%	14.66	3416.75	0.73%
		1.70%	14.88	3467.59	2.23%
		1.90%	15.97	3722.40	9.74%
中位数	4.36%	1.80%	16.23	3782.83	11.53%
		1.70%	16.50	3845.25	13.37%
25%分位	3.27%	1.90%	19.34	4507.20	32.88%
		1.80%	19.72	4596.10	35.50%
		1.70%	20.12	4688.57	38.23%

数据来源：Wind，中信建投期货整理

#### （四）股指行情展望：政策利好与资金情绪共振或支持 A 股展开估值修复

展望 2025 年，货币政策有望持续支持流动性改善，前期出台的长期资金入市支持政策效应将进一步显现，增量资金有望进一步入市。随着海外逐步开启降息周期，全球资金的配置格局将发生变化，而 A 股基本面企稳向好，其在全球资产配置中的吸引力将进一步增大，外资有望加速流入。

需要关注的点在于，海外降息进程的节奏和幅度的不确定性以及由此引发的人民币汇率波动，可能会给 A 股市场资金流入节奏带来短期扰动。从长期来看，随着 A 股市场自身的基本面持续改善，对各类资金的吸引力将不断增强，资金面有望保持总体稳定且逐步向好的态势，为 A 股市场的稳健发展提供有力支撑。从风险溢价角度来看，目前指数性价比仍然相对较高，具有一定继续修复的潜力。

## 四、股指期货基差与套保分析

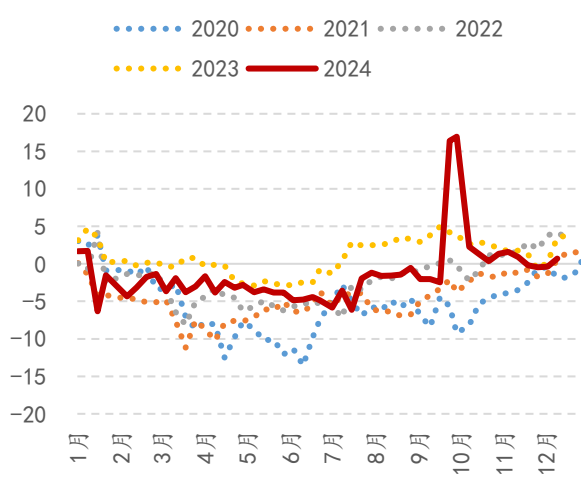
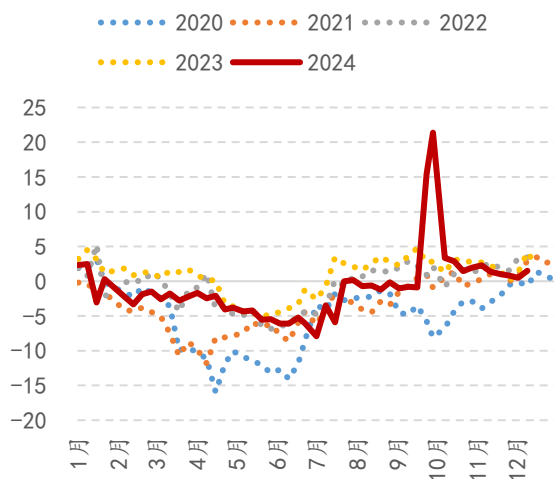
### （一）股指期货基差分析

2024 年 1 月下旬至 2 月上旬，股指波动幅度较大，对应股指期货基差与指数涨跌出现了同步的趋势，尤其是 IC、IM 当季合约基差年化贴水一度扩大至 15-20% 以上水平；基差贴水的短期走阔，一方面来源于雪球发生集中敲入导致的部分对冲头寸平仓，另一方面来源于流动性风险下市场情绪的集中释放。此后几个月，随着流动性危机的解除，基差迅速修复并基本呈现季节性波动。由于雪球规模下降引起多头套保力量边际降低，基差相较于去年位置整体偏低。

进入 9 月下旬后，随着市场情绪的快速升温，杠杆资金涌入使得股指期货大幅增仓，基差出现一轮冲高。此后市场情绪逐步回落，而且季月合约切换至 2503 合约，指数成份股分红预期带动基差逐渐向下回落。截至 12 月 13 日，IH、IF、IC、IM 四个品种当季合约年化基差率分别为 -0.5%、0.3%、-5.0% 和 -7.3%，低于去年同期位置。

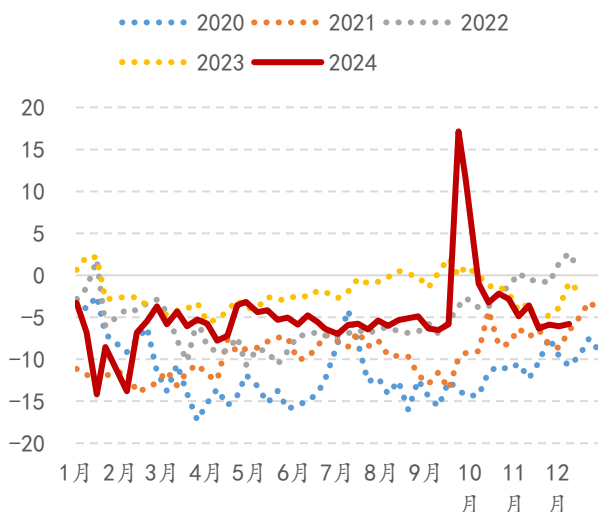
图表 28：IH 当季连续合约年化基差率（单位：%）

图表 29：IF 当季连续合约年化基差率（单位：%）

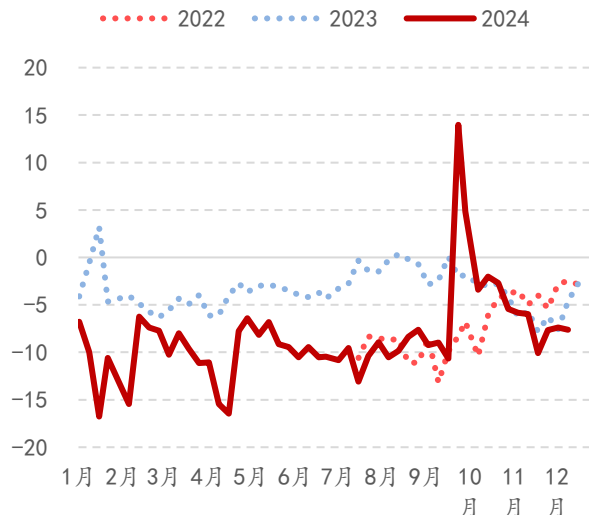


数据来源：Wind，中信建投期货

图表 30：IC 当季连续合约年化基差率（单位：%）



图表 31：IM 当季连续合约年化基差率（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投期货

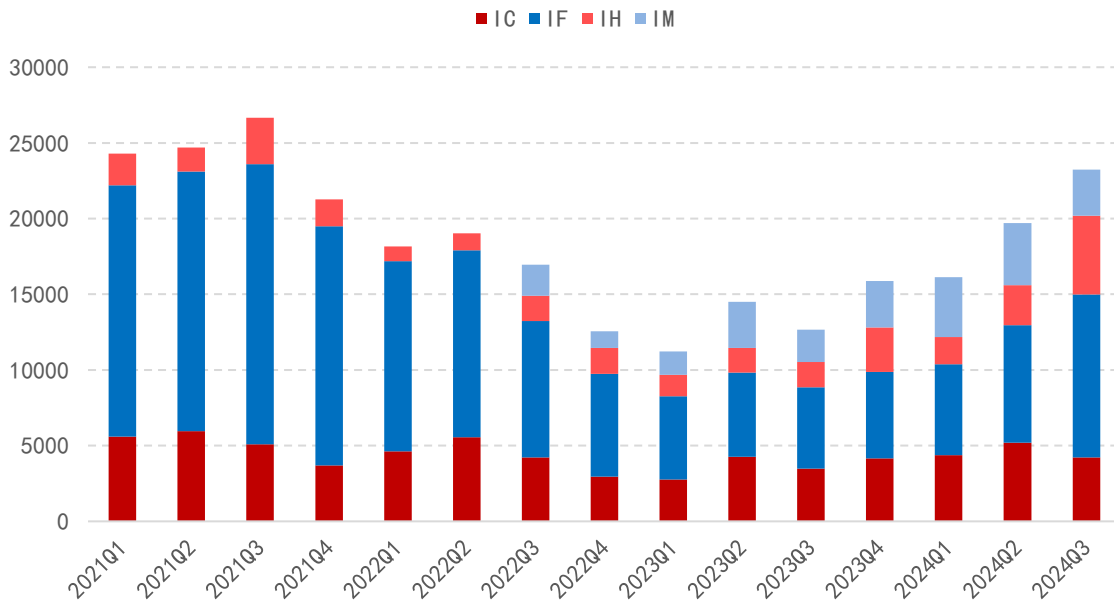
## （二）股指期货套保需求

我们统计了公募基金运用股指期货的持仓分布情况。结果显示，近三年公募基金的股指期货多头持仓快速上升，空头持仓下降较为明显。空头端需求以 IF 为主，多头端运用主要分布在 IF、IC 上，IM 在多空两端均有应用。

今年以来，公募基金股指期货总持仓持续增长，增长全部来自于多头端。2024 年三季度末，共计 65 家公募基金旗下 321 只公募产品参与股指期货，多空总持仓达到 2.3 万手，持仓总市值达到 262.6 亿元，环比二季度分别增加 18%和 39%。

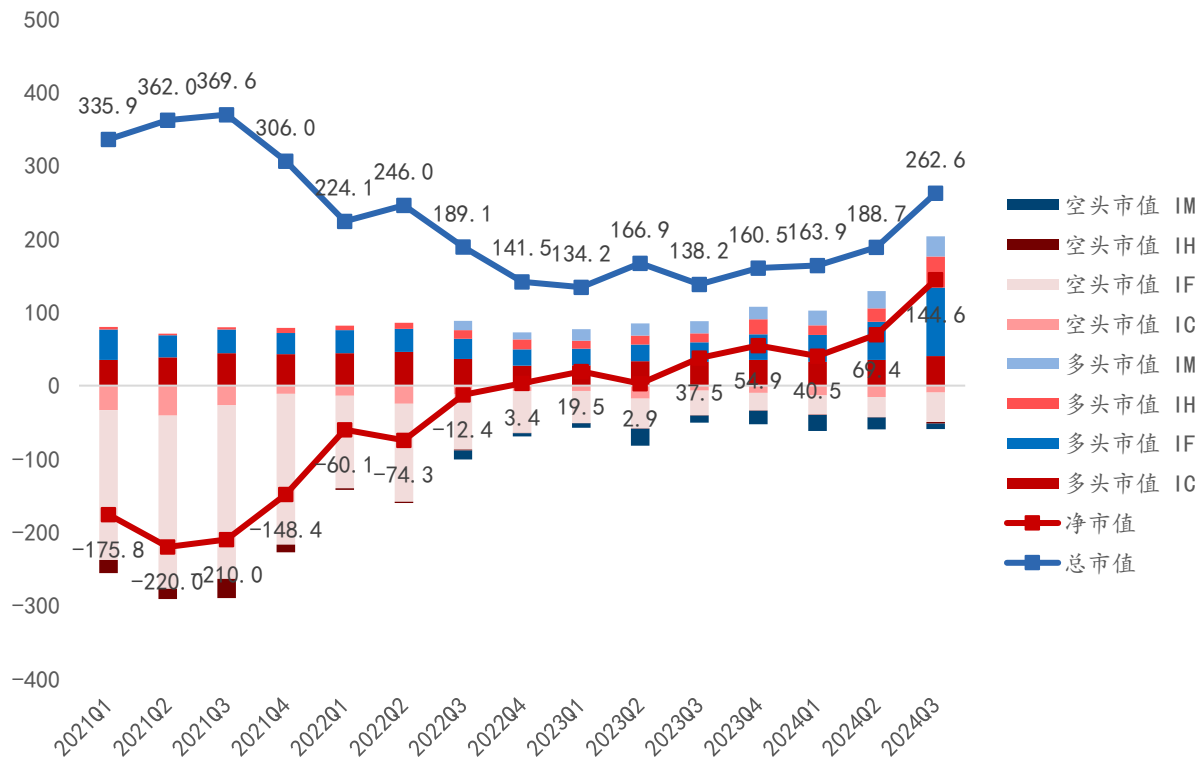
其中，股指期货多头持仓量在三季度末共计 1.8 万手，较二季度末大幅增长 33%，连续两个季度创历史新高。空头持仓环比下降 17%，三季度末共计 4944 手。在市场普涨行情中，公募基金大幅增加了股指期货的多头配置，利用股指期货作为现货的替代，可以达到快速建仓的目的，同时也可获取可观的基差收益。

图表 32：公募基金股指期货持仓手数（单位：手）



数据来源：Wind，中信建投期货

图表 33：公募基金股指期货持仓市值（单位：亿元）

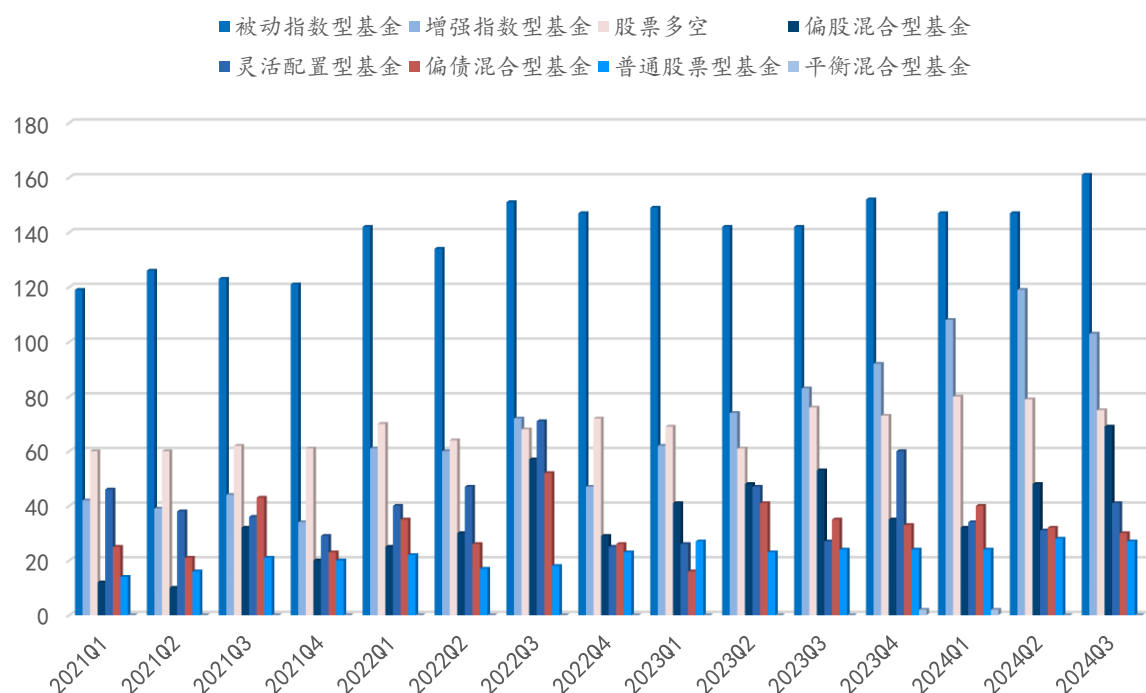


数据来源：Wind，中信建投期货



参与主体上，配置股指期货的基金公司数量和产品数量都基本不变。从结构上看，增长数量最多的为被动指数型产品和偏股混合型产品。其中，在持仓量上升和指数上涨双重作用下，被动指数型产品在股指期货的多头持仓市值大幅增长。

图表 34：持有股指期货的公募基金各类型基金产品数量（单位：只）

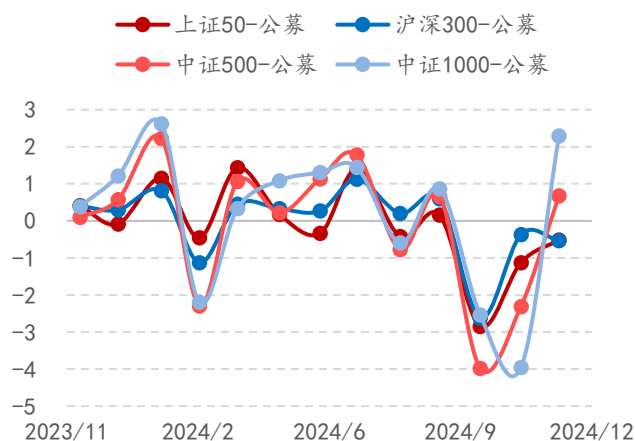


数据来源：Wind，中信建投期货

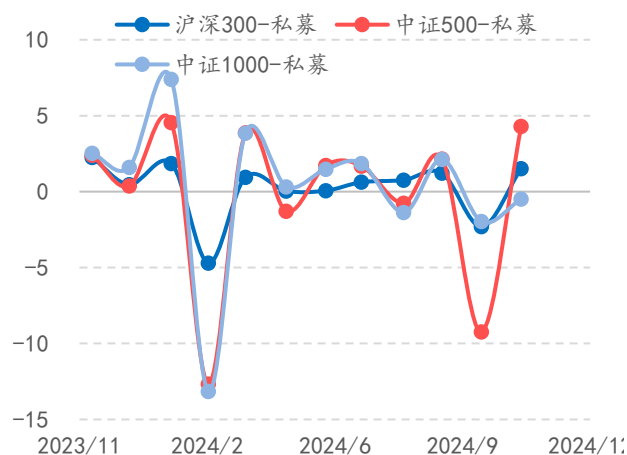
从指增产品表现上来看，经历了今年一季度和第三季度的两轮急涨行情，给量化超额的净值曲线带来明显冲击。根据私募排排网数据，截止到11月底，沪深300、中证500、中证1000私募指增产品今年以来的超额收益分别为2.1%、1.6%、6.0%。

与此同时，今年以来私募中性策略产品发行量明显低于过去几年，1-11月，新发量仅为656只，2021-2023年同期分别为1418只、1132只、1302只。二季度以来中性产品数量开始萎缩，截至11月底，私募中性策略产品下降至5150只，低于去年年底水平。中性产品发行速度的放缓，对于股指期货空头套保需求的增量形成削弱。

图表 35: 公募指增产品月度 Alpha 收益均值 (%)

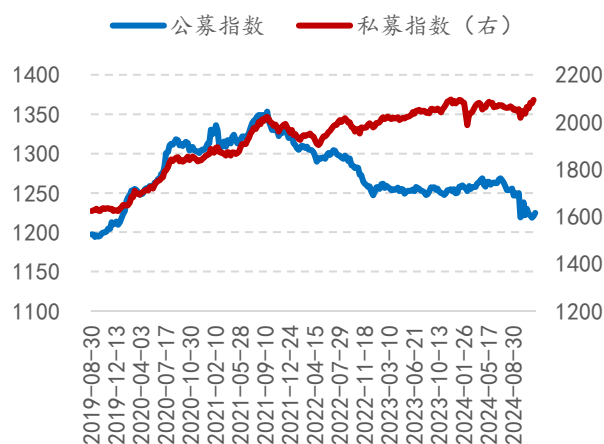


图表 36: 私募指增产品月度 Alpha 收益均值 (%)

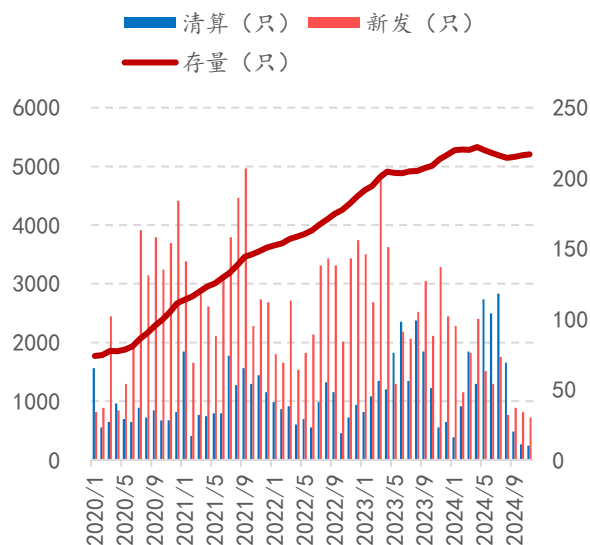


数据来源: Wind、私募排排网, 中信建投期货

图表 37: 公募、私募股票中性策略指数



图表 38: 私募中性策略产品数量



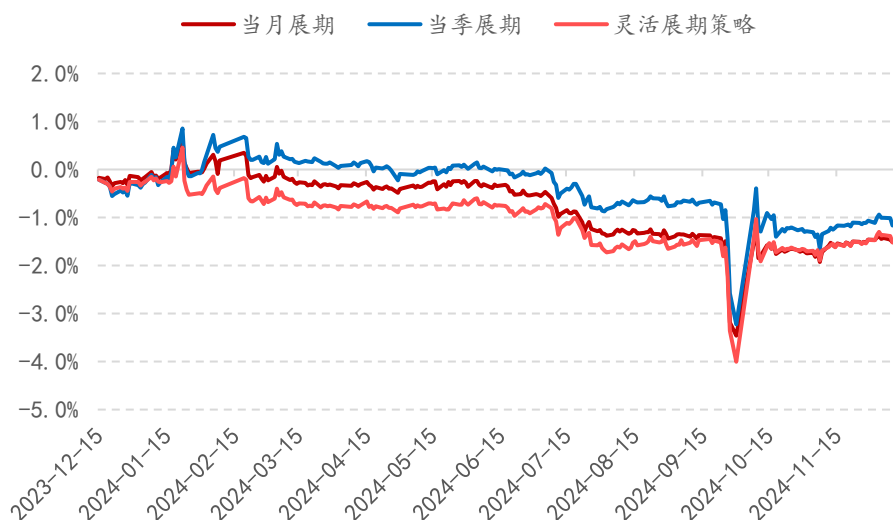
数据来源: 私募排排网, 中信建投期货

### （三）对冲策略表现

在《套期保值展期策略优化（一）》一文中，我们测试了股指期货应用于空头套期保值的几种不同方法以及历史表现。测试结果发现，使用当月合约连续展期与使用当季合约连续展期在不同时期表现有差异，而不同的展期时点对于策略的优化效果较为有限。灵活展期策略在进行空头合约选择时的主要思想是每次移仓时选择基差最高的合约进行展期操作。这种展期方式的假设是，当股指期货处于贴水状态时，贴水幅度越小，基差回归带来的成本压力也越小；而当股指期货处于升水状态时，升水幅度越大，基差回归带来的对冲潜在收益越大。

本文我们以当月合约到期前 5 个交易日展期、当季合约切换前 5 个交易日展期、灵活展期最低持有交易日为 5 日为例，跟踪上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货的对冲策略表现。

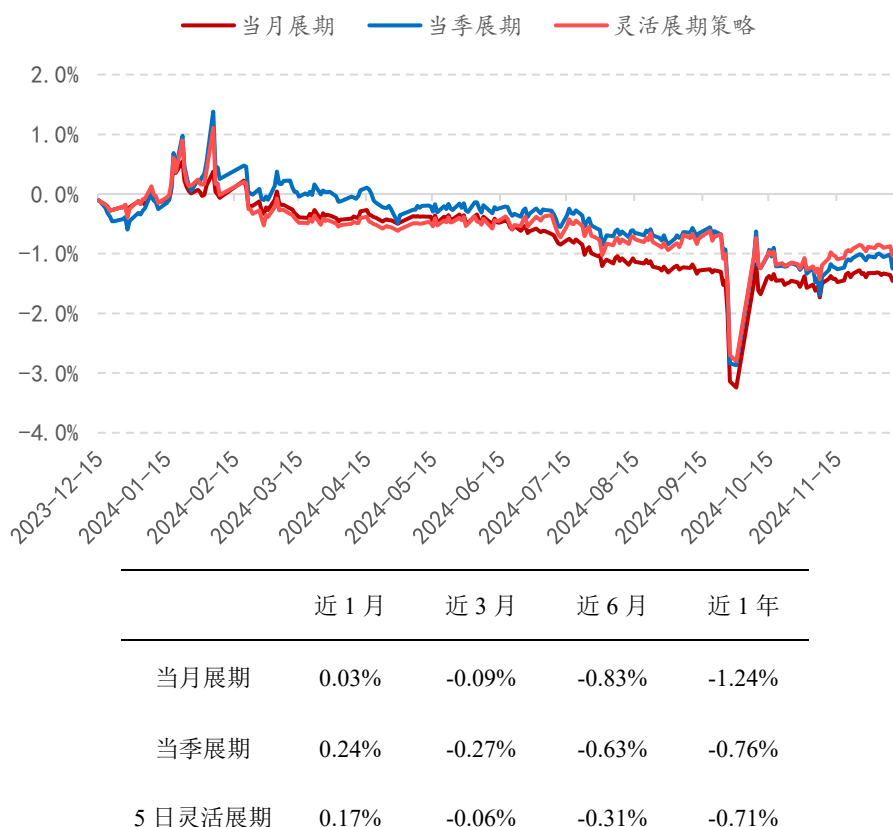
图表 39：IH 空头对冲策略绩效跟踪



	近 1 月	近 3 月	近 6 月	近 1 年
当月展期	0.12%	-0.02%	-1.01%	-1.26%
当季展期	0.21%	-0.23%	-0.88%	-0.68%
5 日灵活展期	0.24%	0.24%	-0.49%	-1.07%

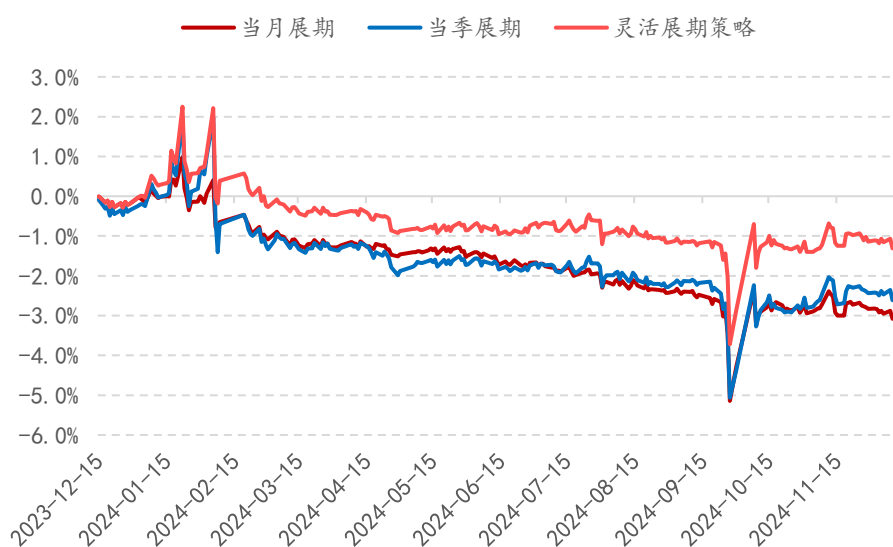
数据来源：Wind、RiceQuant，中信建投期货

图表 40：IF 空头对冲策略绩效跟踪



数据来源：Wind、RiceQuant，中信建投期货

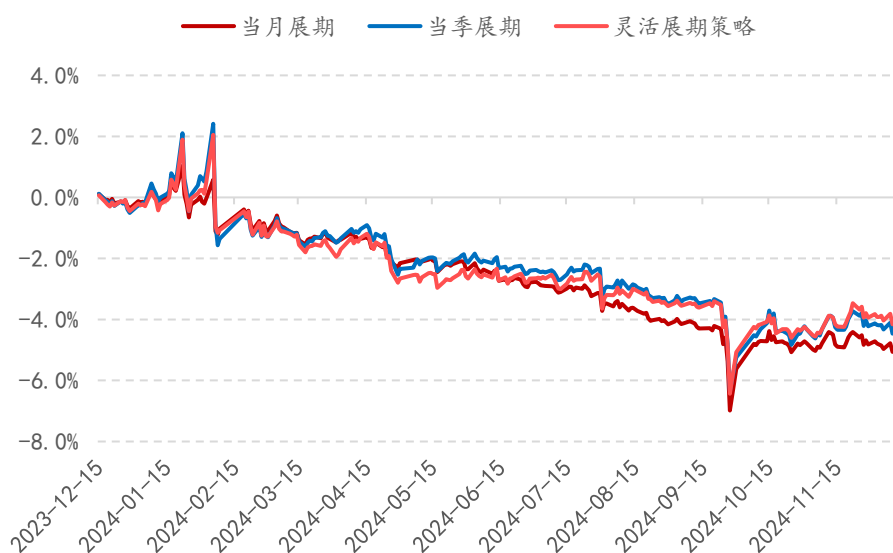
图表 41：IC 空头对冲策略绩效跟踪



	近 1 月	近 3 月	近 6 月	近 1 年
当月展期	-0.17%	-0.62%	-1.5%	-3.01%
当季展期	0.05%	-0.41%	-0.79%	-2.33%
5 日灵活展期	-0.1%	-0.11%	-0.43%	-1.19%

数据来源: Wind、RiceQuant, 中信建投期货

图表 42: IM 空头对冲策略绩效跟踪



	近 1 月	近 3 月	近 6 月	近 1 年
当月展期	-0.21%	-0.87%	-2.41%	-5.04%
当季展期	-0.03%	-0.96%	-2.04%	-4.29%
5 日灵活展期	0.17%	-0.49%	-1.43%	-3.92%

数据来源: Wind、RiceQuant, 中信建投期货

## 五、2025 年股指期货策略展望

展望 2025 年，预计一系列稳增长政策将带动国内经济逐步企稳回升。消费方面，以旧换新政策推进与地产、资本市场企稳修复，提振居民消费信心与意愿。投资方面，新一轮化债政策将为基建投资提供坚实的资金保障，房地产在政策引导下库存去化加快、交易升温，销售、投资降幅有望收窄。出口方面，预计将面临外部贸易保护压力，通过新兴市场拓展与创新驱动优化出口结构可能部分抵消关税增加等不利因素的影响，出口仍将具备一定的增长潜力。

金融市场方面，“适度宽松”的货币政策将为市场注入更多流动性，利率水平有望进一步下行，降低企业融资成本，刺激实体经济融资需求。在宏观经济企稳回升、企业盈利预期改善以及流动性宽松的多重利好支撑下，市场活跃度和投资者信心将逐步恢复。前期出台的长期资金入市支持政策效应将进一步显现，增量资金有望进一步入市。随着海外逐步开启降息周期，全球资金的配置格局将发生变化，而 A 股基本面企稳向好，其在全球资产配置中的吸引力将进一步增大，外资有望加速流入。

需要关注的点在于，海外降息进程的节奏和幅度的不确定性以及由此引发的人民币汇率波动，可能会给 A 股市场资金流入节奏带来短期扰动。从长期来看，随着 A 股市场自身的基本面持续改善，对各类资金的吸引力将不断增强，资金面有望保持总体稳定且逐步向好的态势，为 A 股市场的稳健发展提供有力支撑。从风险溢价角度来看，目前指数性价比仍然相对较高，具有一定继续修复的潜力。

总体而言，我们认为 2025 年 A 股有望整体呈现出震荡中向上修复的特征。在贴水环境下，通过持有股指期货多头头寸替代现货进行配置，具有资金利用率高、交易成本低、市场容量大、操作灵活等优势，超额收益主要来源于基差贴水回归和现金管理收益。风格方面，国内宏观流动性维持宽松，预计 2025 年 IC、IM 仍整体相对占优。后续等待国内基本面企稳回升态势得到进一步确认，市场情绪回暖后，增量资金状况有望逐步改善，或将转为大盘股行情，IH、IF 相对走强。

基差方面，在稳增长平稳过渡的市场环境下，我们预期期指升贴水仍在分红季节性影响的框架中，阶段性跟随行情波动。随着成分股分红进程的推进，上半年基差贴水幅度预计扩大，而下半年期指基差运行中枢将会上升。另外，由于雪球等结构化产品多头套保需求的下降，与中性产品的继续发行，后续期指基差可能整体相对略低。IC、IM 依然承担中小盘风格主要的套保功能，预计其当季与下季合约维持高贴水的状态。



## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**全国统一客服电话：400-8877-780**

**网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)**